

《判例研究》

ニレコ事件における新株予約権発行

（東京高等裁判所平成一七年六月一五日第一五民事部決定 抗告棄却（確定）
原審仮処分決定 東京地決平成一七年六月一日 異議審決定 東京地決平成一七年六月九日）

金 田 充 広

〔事実の概要〕

債務者Y会社（株式会社ニレコ）は、昭和二五年に設立された会社であり、自動制御機器等を製造する外国ファンド等が投資対象として注目のハイテク企業である。Yは、平成元年一〇月、その発行する株式を株式会社ジャスダック証券取引所の開設するジャスダック市場（以下「ジャスダック市場」という。）に上場している。

平成一七年頃、Yは、安定株主であったJFEスチール、みずほ信託銀行（新日本製鐵）等から持合解消の申し出がなされ、債権者X会社¹のほか、取引関係のある企業を含め、新たに大量のYの株式を取得した企業とともに、その持株比率が合計約一五パーセント程度と高くなっており、これらの企業が敵対的買収者にYの株式を売却することに対して懸念を有するようになった。

そこでYは、敵対的買収に対する防衛策として、平成一七年三月一四日開催の取締役会において、「株式会社ニレコ新株予約権発行要項」に基づき、平成一七年三月三一日現在の株主名簿上の株主に対し、一株につき無償で二個の割合で新株予約権を与えることを決議し、その内容を記載した「セキュリティ・プラン」（以下「本件プラン」という。）をジャスダック市場向け

に公表した。

これに対して、Yの株主であるXが、Yが平成一七年三月一四日の取締役会決議に基づいて現に手続中の新株予約権（以下「本件新株予約権」という。）の発行について、（1）商法が定める機関権限の分配秩序違反、取締役の善管注意義務・忠実義務違反等の法令違反にあたるものであること、（2）著しく不公正な方法によるものであることを理由として、これを仮に差し止めることを求めた。

原審仮処分決定 東京地決平成一七年六月一日金融・商事判例二二一九号八頁

Yが平成一七年三月一四日の取締役会決議に基づいて現に手続中の本件新株予約権の発行をYに担保を立てさせずに仮に差し止める決定をした。

「…本件新株予約権発行の事前の対抗策としての相当性について（ア）株主総会の意思が反映される仕組みについて…本件新株予約権発行について、株主総会の意思を反映させる仕組みは設けられているとはいえないといわざるを得ない…（イ）条件の成就に関する取締役会の恣意的判断防止の担保について…本件新株予約権発行が、その仕組みにおいて、取締役会の恣意的判断を防止するものとなっているとまでいうことは困難である。…（ウ）株主に対する不測の損害を与えるおそれについて…Y株式のリスクを理解した上で権利落ち日以降にこれを取得した株主については、持株比率が約三分の一まで希釈される結果となったとしても、不測の損害ということはできないとも解されるが、本件プランの発表前からY株式を保有する既存の株主にとっては、上記のような本件新株予約権の発行によるY株式の投資対象としての魅力の減少による価値の低下は看過できない不測の損害というべきである。…」と判示し、取締役会の決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、著しく不公正な発行として差し止めを認めた。

これに対して、Yが原審仮処分決定（以下「原決定」という。）を取り消すことを求めて異議申立てをした。

異議審決定 東京地決平成一七年六月九日金融・商事判例二二一九号二六頁

平成一七年六月一日の原決定を認可した。

「…3「株主に生じる損害がない」との主張について…権利付け最終日にYの株式を有する既存の株主は、本件新株予約権の

発行により、その保有するY株式が重大なリスクを含有することとなり、しかも、そのリスクを織り込んだ適正な価格での取引を行うことも困難となることによって、「Y株式の投資対象としての魅力の減少による価値の低下」という損失を現に被ることになると認められる。：4「本件新株予約権の発行に株主総会の決議が不要である」との主張について：本件新株予約権の発行が新株発行時における株主構成の変動を直接の目的としている以上、かかる新株予約権の発行は、商法が機関権限の分配を定めた法意に照らせば、原則として株主総会の意思に基づいてなされるべきであり：取締役会の決議により事前の対抗策として新株予約権の発行が許されるとしても、それが、原決定説示の三つの要素を考慮しても、事前の対抗策として相当な方法によるものであることが必要と解すべきである。しかも、事前の対抗策として、このような濫用的な買収者以外の既存の株主に損失を与えるおそれのある新株予約権の発行を行おうとするのであれば、：株主総会の意思を反映する慎重な手続によって行われるべきであって、このような新株予約権の発行を取締役会の決議のみによって発行できると解することが相当であるとはいえない。：」と判示し、Xの仮処分申立てを認容した原決定を相当としてこれを認可した。

「決定要旨」

抗告棄却

「：Yによる本件新株予約権の発行は、商法二八〇条の三九第四項、二八〇条の一〇に規定する「著しく不公正ナル方法」によるものであり、これを事前に差し止める必要性があると考えるので、Xの本件仮処分申請は認容すべきものと判断する。：2 本件新株予約権の発行は著しく不公正な方法によるものか

：ウ 本件プランの問題点：本件新株予約権は、その発行価額を無償、権利行使価格を一円とし、しかも、大量に発行されるものであって、次のとおり買収と無関係な株主が不利益を受けるおそれがあるものである。：Xを含む既存株主にとっては、将来、敵対的買収者（特定株式保有者）が出現し、新株予約権が行使され新株が発行された場合には、その取得する新株によって、株価の値下がり等による不利益を回復できるという担保はあるものの、既存株主としても、本件新株予約権の譲渡が禁止されているため、敵対的買収者が出現して新株が発行されない限りは、新株予約権を譲渡することにより、上記のような株価

低迷に対する損失をてん補する手立てではないから、既存株主が被る上記のような損害を否定することはできない。このような損害は、敵対的買収者以外の一般投資家である既存株主が受忍しなければならぬ損害であるということとはできない。

：買収時に株主が得るプレミアムが上昇する可能性があるとしても、その利益を具体的に疎明する資料はなく、また、Yの取締役会が、上記のような損害と買収プレミアム引上げ効果等によるYの総株主の利益とを比較衡量した上、本件新株予約権の発行を決定したことをうかがわせる資料もない。

：Yとしては、本件新株予約権の発行手続に入るに先立ち、損害発生の可能性やそれを上回るプレミアムの発生等について、十分に検討してしかるべきであると考えられるが、そのような検討ないしその結果についての何らの言及も疎明もない。

：本件新株予約権の発行は、既存株主に受忍させるべきでない損害が生じるおそれがあるから、著しく不公正な方法によるものというべきであり、しかも、上記のとおりXが本件新株予約権の発行によって不利益を受けるおそれがあることも明らかである。…」

一 敵対的会社買収防衛策

1 M & A における新株予約権の活用

本件は、会社法施行以前の事件であるが、買収防衛策として行われたボイズン・ビルの導入が争われたリーディングケースとされる事案であり、同時期に争われたニッポン放送新株予約権発行差止事件⁽³⁾にも触れつつ検討を試みようと思う。近時における日本企業が当事者となるM & A (Mergers & Acquisitions) は、二〇〇六年をピークとして減少傾向にあったところ、二〇一一年から二〇一二年にかけて増加傾向に転じている⁽⁴⁾。種々の要因が考えられるが、「円高」、「国内市場の縮小、景気低迷」などと分析しているアンケート結果がある⁽⁵⁾。ところでM & Aには、友好的なものもあれば敵対的なものもある。対象会社の同意を得ることなく行われる場合が敵対的買収である。基

本的には、複数個の会社間における経営権をめぐる攻防の過程で行われる、合併と買収にかぎらず、事業譲渡などを含み広く事業の拡大、再編、その他統合の手段をいう。会社を支配するということは、その経営権を掌握することであるが、通常、株式の多数を支配することにより実現される。株主総会における議決権の行使により経営陣を自派の者で占めることにより経営権を奪取し、自己の企業活動に組み入れる。したがって裁判で争われるのは、株式の買占めに対抗する募集株式発行の差止めや、会社買収に対抗する防衛策として新株予約権発行の差止めなどである。事後的に、募集株式の発行等の無効確認訴訟が提起されることもある。ただし、著しく不公正な方法・目的による募集株式の発行は、無効原因ではないとするのが判例である。⁶⁾

会社買収防衛として行われる募集株式発行に関する裁判例については、現経営陣が自己の味方に募集株式発行を行い、敵対的買収者の持株比率を低下させることにより会社買収を阻止する方法が、不公正発行であるとしてその差止めが争われた事案が多い。資金調達の必要性がないにもかかわらず、会社の支配権につき現に争いのある場合において、持株比率に大幅な変更を加える募集株式を発行することにより特定の株主の持株比率を低下させることを主要な目的とする募集株式発行は、原則として不公正な発行として差止めが認められるという理論が確立している。いわゆる主要目的ルールである。これに関連して、会社支配権に関して現に争いのない場合において、会社の敵対的買収に備えて新株予約権の発行が適法か否かということが一つの問題である。本件は、平時に防衛策として行われた新株予約権発行の差止めに関する事案である。

2 ポイズン・ピル

ポイズン・ピルとは毒薬という意味である。会社の敵対的買収に備えて、株主にあらかじめ新株予約権を付与しておく。買収者が出現しその株式取得が一定の割合に達したとき、いわゆる有事のさい買収防衛策が発動され新株

予約権者が予約権を行使し買収者の持株比率を一挙に低下させ、買収の意欲を喪失させる会社防衛策である。予約権の行使により毒が回って買収者を駆逐することになる。新株予約権を利用して計画されることからライツ・プランともいう。わが国での導入事例としては、本件で争われたボイゾン・ピルが最初であるとされる。

防衛策が敵対的買収者が出現したとき行使できる新株予約権の行使期間、行使価額等行使条件を定めておく。新株予約権者に予約権を行使することを強制できずあくまでその行使は任意であるから、通常行使価格を一株当たり一円というふうに無償に近い価額を定めておく。この場合は、新株予約権者の意思に基づき予約権が行使されることにより、手続きが進められる。また新株予約権は株式の譲渡に伴って移転しないから、新株予約権が既存の株主に付与された基準日の後に株式を取得した株主は、新株予約権を取得することができない。そうすると買収防衛策が発動されたときの株主の中には、買収者と同様に持株比率が低下する者が出てくることになる。新株予約権を保有せず、予約権行使により新株の発行を受けることができない株主は、理論的には株価の下落により、通常その分経済的な損害も被ることになる。

そのような危険を伴う株式の取得は敬遠され株価が低下するおそれがある。そこで考案されたのが信託型ライツ・プランである。⁽⁸⁾これは新株予約権を事前に信託銀行に対して発行しておく。買収者が出現し行使条件が充足したとき、信託銀行から敵対的買収者も含めてそのときの株主に対して新株予約権が交付され予約権者が確定することになる。買収者以外の株主は、たとえば一円を払い込むことにより新株予約権を行使し新株の交付を受ける。これに対して、あらかじめ定められた条件において、買収者とその関係者は新株予約権を行使できないとしておくことにより、買収者の持株比率は低下し買収意欲が削がれることになる。

ところが基準日の株主に新株予約権を割り当てる方法または信託型ライツ・プランにおける新株予約権の引受価

額は通常無償である。そのため株主割当てでなく新株予約権を発行する場合には、引受人に特に有利な条件であるとして株主総会の特別決議が必要になる（会社法二三八条二項三項一・三〇九条二項六号）。したがって信託型ライツ・プランの場合は、取締役会だけで新株予約権を発行することはできず、株主総会の特別決議を経て行わなければならない。⁽⁹⁾ そうした煩雑かつ機動的でない手続きを回避するために、取締役会決議で導入できる事前警告型の買収防衛策が導入されており現在では圧倒的多数を占める。⁽¹⁰⁾

- (1) The SFP Value Realization Master Fund Ltd. 平成一五年九月に英領西インド諸島ケイマン諸島法に基づいて設立され日本の上場企業の発行株式に対する投資を主たる事業とする有限責任会社 (Limited Liability Company(LLC)) である。
- (2) 東京高決平成一七年六月一日金融・商事判例二一九号八頁。判批その他解説等として、大塚和成「買収防衛策と「企業価値」の意義——ニッポン放送事件およびニレコ事件を題材にして——」金融法務事情一七四九号七七頁(二〇〇五年)、中澤構「ニレコ新株予約権発行差止仮処分決定について」判例タイムズ一八一号一六頁(二〇〇五年)、清水俊彦「猪木俊宏「ニレコ・ポイズンピル差止め」の衝撃——東京地決平成17・6・1(商事法務1734号37頁)」「NBL八一二号一二二頁(二〇〇五年)、鳥山恭一「敵対的買収に対する事前防衛策としての新株予約権の発行株式会社ニレコ事件」法学セミナー六一五号一二五頁(二〇〇六年)、福本葵「日本における敵対的買収防衛策の導入とその問題点」帝塚山法学一八五頁(二〇〇六年)、藤原俊雄「敵対的企業買収対抗策としての新株予約権の発行(1)」、(2)、「(3・完)——ニッポン放送事件およびニレコ事件の検討を中心として——」民事法情報二二三号一五頁(二〇〇六年)、二三三号五頁(二〇〇六年)、一三四号二三頁(二〇〇六年)、宮廻美明「商事判例研究(平成17年度4) 平時に導入された新株予約権を用いた買収防衛策の法的効力——ニレコ新株予約権発行差止保全抗告事件決定——」ジュリスト一三四五号一〇〇頁(二〇〇七年)、大杉謙一「新株予約権を用いた買収防衛策と不公正発行——ニレコ新株予約権発行差止事件保全抗告——」平成一七年度重要判例解説(ジュリスト臨時増刊一三三三号)一一二頁(二〇〇六年)、山田剛志「敵対的買収に対する平時導入型ライツプランと」著しく不公正な発行——ニレコ新株予約権発行差止保全抗告審決定」判例評論五六六号五二頁(二〇〇六年)、矢崎淳司「敵対的防衛策をめぐる法規制」一三四頁以下(二〇〇七年)、琴浦諒「ニレコ事件」判例タイムズ一二五九号四四頁

- 八頁、池野千白「ボイズンビル設計における会社法の考え方・判例の考え方に関する一考察」(Chukyo lawyer 113号1頁(二〇一〇年)、拙稿「会社買収防衛策における新株予約権の活用」(社会科学雑誌五卷三九頁(二〇一二年))。
- (3) 東京高決平成一七年三月二三日金融・商事判例一二二四号六頁。以下、「ニッポン放送事件」という。拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」(奈良法学会雑誌一九卷一・二号一八三頁、二〇七頁註(1)で引用の判批参照)。
- (4) 株式会社レコフデータ「M&A件数とM&A金額の推移」(M&A専門誌MARRマール二二〇号八九頁(二〇一三年二月))。ここではM&Aの形態として、合併、買収、事業譲渡、資本参加および出資拡大を挙げている(同・前掲一〇三頁)。
- (5) 株式会社レコフデータ「アンケートでM&Aのプロに聞く2012年の総括と2013年の動向予想」(前掲註(4)二五頁。多い順に二二人中、「円高」が二〇人、「国内市場の縮小、景気低迷」が一九人、「グローバル競争の激化」が一八人、「アジアを中心とした新興国の経済成長」が一〇人という結果になっている)。
- (6) 拙稿「新株発行の無効原因」(『現代裁判法大系』17三八八頁以下(一九九九年))。株主に損害が発生した場合には、取締役に対する損害賠償責任(会社法四二九条、取締役の解任請求(同八五四条一項)が考えられる。近藤弘二「新版注釈会社法」(7)新株の発行」二八七頁以下(二八〇条ノ一〇)(上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編集代表)(一九八七年)、洲崎博史「不公正な新株発行とその規制」(二・完)『民商法雑誌九四卷六号三五頁(一九八六年)』参照。
- (7) 拙稿・前掲註(3)一九二頁以下。
- (8) 新株予約権を直接に信託銀行に信託する方法と、SPCが引き受けた後にSPCから信託銀行に信託する方法とがある。
- (9) 江頭憲治郎「事前の買収防衛——発動時の問題——」(法の支配一四五号二三頁以下(二〇〇七年)参照)。
- (10) 株式会社レコフデータ「防衛策の分類」(前掲註(4)一〇六頁。ただし実際は、多くの会社がその導入にあたり株主総会に付議している。三菱UFJ信託銀行証券代行部編「買収防衛策の導入傾向と事例分析——平成22年6月総会会社の実態——」七頁(二〇一一年))。

二 本件新株予約権発行の適法性

1 株式会社ニレコ新株予約権発行要項の概要⁽¹⁾

ア 新株予約権発行の目的（一項）

Yは、Yに対する濫用的な買収等によってYの企業価値が害されることを未然に防止し、Yに対する買収等の提案がなされた場合に、Yの企業価値の最大化を達成するための合理的な手段として用いることを目的として、本発行要項に定める新株予約権を発行する。

イ 割当日及び割当方法（三項）

平成一七年三月三十一日最終の株主名簿又は実質株主名簿に記載又は記録された株主に対し、その所有株式（Yの有する普通株式を除く。）一株につき二個の割合で新株予約権を割り当てる。：

ウ 発行する新株予約権の総数（四項）

平成一七年三月三十一日の発行済株式数（ただし、Yの有するY普通株式の数を除く。）に二を乗じた数を上限とする。なお、新株予約権一個当たりの目的となる株式の数は一株とする。

エ 各新株予約権の発行価額（五項）

無償とする。

オ 新株予約権の発行日（七項）

平成一七年六月一六日

カ 各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額（九項）

各新株予約権の行使に際して払込みをなすべき額（以下「払込価額」という。）は一円とする。

キ 新株予約権の行使期間（一一項）

平成一七年六月一六日から平成二〇年六月一六日までとする。

ク 新株予約権の行使の条件（一二項）

新株予約権者が新株予約権を行使することができるのは、平成一七年四月一日から平成二〇年六月一六日までの間に手続開始要件が満たされた場合でなければならない。

手続開始要件は、特定株式保有者の存在をYの取締役会が認識し、公表したことである。

特定株式保有者とは、公開買付者等であって、その者及びその者と一定の関係にある者が、Yの発行済議決権付株式総数の二〇パーセント以上を保有する場合の当該保有者をいう。

新株予約権の行使は、新株予約権の割当てを受けた者が、その割当てを受けた新株予約権についてのみ行える。

ケ 新株予約権の消却事由及び消却の条件（一三項）

① Yは、手続開始要件が成就するまでの間、取締役会が企業価値の最大化のために必要があると認めたときは、取締役会の決議をもって新株予約権の発行日以降において取締役会の定める日に、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。

② Yは、手続開始要件が成就するまでの間、取締役会が上記アに定める目的を達成するための新たな制度の導入に際して必要があると認めたときは、取締役会の決議をもって新株予約権の発行日以降において取締役会の定める日に、新株予約権の全部を一斉に無償で消却することができる。

③ なお、消却事由及び消却条件は、あらかじめ株主に開示される。

コ 新株予約権の譲渡制限（一四項）

新株予約権の譲渡については、Yの取締役会の承認を要する。ただし、Yの取締役会は、譲渡の承認を行わない。

2 本件新株予約権発行の目的

本件プランは、平成一七年三月三十一時点における株主に対して、一株につき二個の新株予約権を無償で割り当てるものであり、Yの発行済議決権付株式総数の二〇パーセント以上を保有する敵対的買収者が出現したことをYの取締役会が認識し公表したとき手続きが開始する。本件要項の概要には、本件新株予約権の消却に関して、消却事由と消却の条件が定められており、また新株予約権の消却に関するガイドライン⁽¹²⁾（平成一七年三月一四日付け）は、Yの取締役会が本件新株予約権の消却等の是非について判断する際の指針として、本件新株予約権を消却しないに関する取締役会決議に際しては、企業価値の最大化の実現、特別委員会による勧告の尊重等を定める。ガイドラインは、平成一七年五月二〇日付けで改正されており、Yの取締役会が、企業価値最大化のために必要があると認めず、本件新株予約権を消却しない旨の決議をする場合を次のように明確化している（同三条四項）⁽¹³⁾。

① 買収者等が、真にYの経営に参加する意思がないにもかかわらず、株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる目的でYの株式の取得ないし買収提案を行っている場合（いわゆるグリーンメイラーである場合）

② 買収者等が、Yの事業経営上必要な知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客等を当該買収者等やそのグループ会社等に移譲させるなど、いわゆる焦土化経営を行う目的でYの株式の取得ないし買収提案を行っている場合

③ 買収者等が、Yの資産を当該買収者等やそのグループ会社等の債務の担保や弁済原資として流用する予定でYの株式の取得ないし買収提案を行っている場合

④ 買収者等が、Yの資産等の売却処分等による利益をもって一時的な高額の株主還元（略）をさせるか、あるいは一時的な高額の株主還元等による株価上昇に際して買収株式の高値売り抜けをする目的で、Yの株式の取得ないし買収提案を行っている場合

⑤ その他、買収者等がYの経営を支配した場合に、Y株主、取引先、顧客、地域社会、従業員その他のYの利害関係者を含むYグループの企業価値が毀損される虞があることが明らかな場合など、Y取締役会が、本件新株予約権を一齐に無償で消却しない旨の取締役会決議を行うことを正当化する特段の事情がある場合

以上のような観点から、手続きが開始した場合には、割当基準日以降にYの株式を取得した敵対的買収者等の株主の持株比率は三分の一に希釈化されることになる。その結果、Yの経営権の支配に対する買収者の影響力が極端に低下することになり、現経営陣の会社支配が維持される。

3 ポイズン・ピル導入に関する株主総会決議

（一）裁判例の判断枠組み

裁判所は、原決定、異議審決定、および抗告審決定である本件すべてにおいての取締役会決議による事前の対抗策としての本件新株予約権の発行は、原則として著しく不公正な発行であると判断している。特に、原決定の説示によると、権限分配秩序説からは、会社の所有者である株主に選任され業務執行にあたる取締役には、株主構成を変更する権限はないのであり、株主がその決定権限を有する。したがって株主総会の決議による場合には、株主構成を変更することもできるという論理の展開になる。

ところで従来の裁判例により確立されているいわゆる主要目的ルールによると、会社の経営支配権をめぐり現に

争いが生じており、株主の持株比率に影響を及ぼす大量の株式が、特定の株主の持株比率の低下を目的として発行される場合には、著しく不公正な新株発行として差し止めることができる（会社法二二〇条二号）。このような状況においても、主要目的ルールによれば、現に資金調達の実必要性がある場合には、取締役会設置会社において、取締役会決議によって株主構成に変更を加える新株発行が許容されることになる。

さらにニッポン放送事件において、裁判所は、「…経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権発行が許されないのは、取締役は会社の所有者たる株主の信託に基礎を置くものであるから、株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不正発行に該当しないと解すべきである。…」として、株式の敵対的買収者が、①株式を高値で買取らせることを目的とするいわゆるグリーンメイラーである場合、②いわゆる焦土化経営を目的とする場合、③標的会社の資産を債務の担保や弁済原資として流用することを目的とする場合、④標的会社の高価資産等を売却等処分させ、一時的に高配当または株価の急上昇の機会を狙って株式の高価売り抜けをする目的とする場合など、当該会社を食い物にしようとしている場合を例として挙げている。そしてこのような場合には、当該敵対的買収者は株主として保護するに値しないし、当該敵対的買収者を放置すれば他の株主の利益が損なわれることが明らかであるから、取締役会は、対抗手段として必要性や相当性が認められる限り、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行を行うことが正当なものとして許容されるとしている。主要目的ルールを前提にしつつ、前述のような特段の事情がある場合には、現経営者の支配権の維持・確保を目的とする新株予約権の発行が許容されるとする。ニッポン放送事件において、このような株主全体の利益保護という視点に基づく判断枠組みが確立されたといえることができる。

これを敷衍すると、現に会社の経営支配権に関する争いが顕在化していない状況にあるとき、すなわち平時において、敵対的買収者の出現を想定し事前の対抗策として募集株式を発行することに関して、主要目的ルールを適用したところ、特段の事情は仮想的なものにとどまるが、その発行が適法なものとして差止請求が認められない場合があるのではなからうかということである。すなわち権限分配秩序説からは、たしかに被選任者である取締役が自らを選任する者の構成の変更を主要目的とする募集株式等の発行を一般的に許容することはできない。これを前提として、前述のように、主要目的ルールは、会社支配権に現に争いがある場合において、特定の第三者の持株比率を低下させることを主要な目的とする場合には、当該募集株式等の発行を差し止めることができる。それとともに例外として、現経営者による募集株式等の発行が認められる場合もある。原決定にあるように、取締役会決議で取締役の選任者である株主の構成を変更する権限の行使が、一種の緊急避難的行為として例外的に許容されると解するならば、平時においても取締役会決議により買収防衛策を導入することができる場合があると考ええる。すなわち企業買収への対応の契機は一般的に緊急に到来するものであるから、平時において仮想的買収者の出現を前提にする場合においても、原則として、取締役会決議により同様の措置をとることが許容されると考える。

ただし原決定は、緊急避難的措置として、新株予約権の発行を認めるのではなく、平時における新株予約権の発行の限界については、その発行に際して株主の意思が反映されているか否かという点に求めている。これを根拠として、本件のような場合に、取締役会による新株予約権の発行を正當なものとして是認することができるのである。緊急避難的措置の一種ということについては、新株予約権の発行を正當化するか否かを判断するさいの根拠として、裁判所の論理の展開において用いられており、平時のさいには、会社支配権争奪の場面が未だ存在しないことから、緊急避難的措置として不適切なことを指摘している。しかしこの点については、潜在的な脅威と

して敵対的買収に直面するおそれがあることは、会社経営に常に存在するものであるということからするならば、むしろ会社が緊急にそうした買収の危機にさらされることになることも限らないことに対して、取締役会による新株予約権の発行を肯定できる根拠があるのではなからうかということである。潜在的な企業買収に対する準備として新株予約権を発行することに関して、主要目的ルールを用いて判断をすることが、会社法の法意である機関権限分配秩序に基づくものであることを無視するものであるということとはできない。むしろ主要目的ルールは、現在における具体的な支配権争奪が存在せず、潜在的なものにとどまる場合においても、権限分配秩序の観点からする募集株式等発行の適法性に関する試金石である。

(2) 本件に関する裁判所の判断

(ア) 原決定

原決定は、会社支配権に現に争いが生じている場合には、現経営者の支配権維持を主要な目的とする新株予約権の発行は、主要目的ルールを適用することにより差し止められることがあるが、株主全体の利益保護の観点から適法なものとして差し止めることはできないとする判断を示している。これに対して、平時における導入に関しては、現に会社支配権に争いが無いのであるから、取締役会において一種の緊急避難的行為として、募集株式等の発行を認めることはできないとする。この理論は、株主全体の利益を考慮し、企業価値の維持を目的として新株予約権の発行をすることはできないという。右のような考え方を前提にしつつ、本件のような場合には、株主総会の決議によるべきであるとしつつ、株主総会は、機動的に開催することはできず、また次期株主総会の開催までに、会社に戻り困難な損害をもたらす敵対的買収者が出現するとも限らないことから、相当な方法による限り事前の対抗策として取締役会による新株予約権の発行もできることを明らかにしている。

すなわち原則として株主総会の決議に基づくべきであるとし、取締役会の決議により新株予約権の発行ができる場合に關しては、少なくとも、事前の対抗策としての新株予約権の發行に株主総会の意思が反映される仕組みが必要であるとする、とともに新株予約権の行使条件の成就の判断に際しては、現経営者の権限濫用を防止する措置も重要であるとする。権限分配秩序からは、株主総会の決議があれば、株主構成の変更を伴う場合であっても導入することができるという考え方である。結論として、取締役会の決議により、事前の対抗策として、将来的に敵対的買収者の持株比率を低下させることを主たる目的として、新株予約権の發行を行うことができる三要件を示している。これについては、次に異議審決定における裁判所の判断とともに検討することにしよう。

(イ) 異議審決定

(i) 機関権限分配の法意

被選任者である取締役に選任者である株主構成の変更を主要な目的とする新株予約権の發行は、商法が規定した法意に反する。現在では、会社法が施行されているが、この点に關して変わりはない。もちろん取締役会による新株予約権の發行権限行使に關しては、会社法の規定するとおり、公開会社であれば募集事項は取締役会が決定する（会社法二四〇条一項）。本件事案に關する法律關係には、平成一七年改正前商法の規定が適用されるので、同年改正前商法（以下、「旧商法」という。）二八〇条ノ二〇第二項により、取締役会が新株予約権の發行に關する事項を決定する。

機関権限の分配に關する商法の法意は、会社支配権に争いが生じている場合と、生じていない場合とで異なるものではない。Xは、この点に關して、このような権限分配秩序の原則を前提として、会社支配権に争いが無い場合には、ある場合における基準と同じ基準で新株予約権發行の規制を考えるべきでないとする。取締役会の権限を不

当に狭く解すべきでないとするのである。この点に関して、裁判所は、会社支配権に争いのある場合には、株主総会の意思を問う時間的余裕がないことを指摘する。逆に、平時においては、株主総会の意思を問う時間的余裕があるので、取締役会限りで新株予約権の発行をすることができるとは限定的に解すべきとする。

したがって、会社買収の契機は、突然に襲ってくるというのが普通であることを考慮するならば、これに対する備えを取締役会決議により平時においてなすことは許容されないわけではないが、緊急性がないことから、取締役会限りで対抗策を導入することは限定的に考えなければならないということになろう。

(ii) 原決定における三要件

取締役会決議により、事前の対抗策として新株予約権を発行するための要件として、原決定は次の三要件を提示する。¹⁴ 原決定は、これらを検討することにより、本件新株予約権の発行は差し止められるべきであるとする。

① 株主総会の意思が反映される仕組みになっていること。

② 新株予約権の行使条件成就について、取締役会の恣意的判断を防止する仕組みになっていること

③ 新株予約権の発行が、会社買収と無関係の株主に不測の損害を与えない仕組みになっていること

以上のような要件を総合的に判断して、事前の対抗策として相当な方法によるものである場合には、将来出現する敵対的買収者の持株比率を低下させる目的とする新株予約権の発行も適法なものとして、その発行を差し止めることはできない。異議審決定も、以上の各点から見て、本件新株予約権の発行によりXには不測の損害が発生しているとし、Xの仮処分申請を認容した原決定を相当とした。

株主総会の意思を反映させる仕組みの有無に関して、本件プランは、デッドハンド条項¹⁵を設定していないから、株主総会決議により取締役選任を通じて取締役会の構成を変更した上で、本件新株予約権を償却することができる。

しかしながら、原決定が指摘するように、本件新株予約権の行使可能期間は発行の日から三年間とされており、平成一七年六月に予定されている株主総会において、本件新株予約権の発行について株主総会の意思を反映させる仕組みはないことができる。

4 授権資本制度と持株比率の関係

昭和二五年商法改正まで、資本は定款の記載事項であり、新株発行により資本増加する場合には定款変更を伴うため株主総会決議が必要であった。同年改正により授権資本制度が採用され、定款には、「会社ノ設立ニ際シテ発行スル株式ノ総数」を記載することになり（旧商法一六六条一項六号）、設立に際しては、会社が発行する株式の四分の一以上を発行すればよいこととし、残部に関しては取締役会決議により資金調達のために応じて機動的に新株発行することができるようになった（同一六六条三項・二八〇条ノ二）。既存株主の持株比率維持に関する保護はどのようなになっていたかという点、株式に譲渡制限¹⁷が付されている会社では、株主は新株の引受権を有していた（同二八〇条ノ五ノ二・二八〇条ノ四）。そうでない会社は持株比率を維持することに關する利益は保護されていなかった。もちろん株主平等の原則があるから、株主は本来その持株数に比例した株式の割当てを受けることができるのであるが、授権資本制度の採用によりその範囲で新株発行の結果として生ずる保有割合の希釈化は取締役会の権限の行使によるものであり、株主構成の変更はその限りで認めざるを得なかったわけである。

昭和二五年改正前商法は、新株発行による資本増加は株主総会の特別決議によるべきものとされていたから、株主の新株引受権を法定しておかなくても、株主の利益は適宜保障されると考えられていた。そこで同年改正により授権資本制度が導入されたことに伴い、法律案要綱では当初、旧株主は、原則として新しく会社が発行する株式に対して、旧株主の割合的な権利を保護するため、持株の数に応じて引受権を有するという原則を採用した。しかし

論議の末、原則として旧株主が新株の引受権を持たない、ただし会社は定款によって引受権を与える、あるいは株主総会の特別決議によってその引受権を与えることはさしつかえないということになったという経緯がある⁽¹⁸⁾。すなわち株主の新株引受権を法定すべきとする考え方もあったが、制度の趣旨や取締役会の新株発行権限に関する裁量を考慮して、結局株主に新株引受権を付与するか否かなどを定款の絶対的記載事項として記載することとした⁽¹⁹⁾（同年改正商法一六六条一項五号）。その後、同年改正商法は具体的にどの程度の記載が必要であり十分かということなどが問題になり、昭和三〇年商法改正により、この規定は削除された。このように新株発行に際して旧株主がその保有する株式の数に応じた割合的な権利を有することは原則ではあるが、昭和二五年商法改正は、授權資本制度を採用したことから、取締役会の決議に基づき新株発行が行われ、株主構成が変更されることになることを予定していることが明らかである。しかしながら株主がその持株比率に応じた株式の割当てを受ける権利を有することと授權資本制度は、なんら矛盾するものではないと考える。これに関しては、株主に新株引受権が与えられているときは、その権利内容にしたいが平等な割当てが行われるべきであるが、これは株主に対して新株引受権を付与した結果であって、割当てにさいして株主平等の原則が適用されたからではないという見解もある⁽²⁰⁾。昭和30年商法改正⁽²¹⁾後の見解であり、しかも株主はその持株数に応じた新株引受権の割当てを受ける権利を有するということを否定しているとはいいえない。

以上のような、法制度の変遷を経て現在の会社法上の規定があるわけであるが、基本的な考え方は変わりないといえる⁽²²⁾ことができる。現行法では、公開会社とそうでない会社とで募集株式の発行に関する規制を異にする。そしていずれの会社についても、株主平等の原則が、株式の割当てに関して妥当するのである。公開会社でない会社は、株主の持株比率の維持に関する利益が適宜保護される（会社法一九九条一項二項・三〇九条二項五号）。公開会社

の場合は、株主意思を考慮する規定はなく、取締役会の決議により募集株式の発行が決議される（同二〇一条一項・一九九条一項二項）から、その限りで株主が持株比率に応じて株式の割当てを受けることができる利益が保障されているとはいえないが、それは株主平等の原則を否定するものではなく、資金調達のために迅速かつ機動的に募集株式の発行をすることができることを優先してこれを法定したからにはかならない。新株予約権の場合は、予約権の行使によって新株が発行されることになるから、やはり株主平等の原則の適用がある場合といえることができる。新株予約権の場合も、既存株主の保護は募集株式の発行の場合と同様である（同二三八条二項・二四〇条一項）。

本件の場合には、株主割当であるが、裁判所は既存株主には前述のように損害が発生することを指摘している。新株発行の場合に関しては、株式発行によりただちに株主の持株数は増加するのに対して、新株予約権の場合はその行使により持株数が増加する。ただし新株予約権が行使されるか否か、その行使の結果もたらされる権利落ち日以降の株主の持株比率の低下という重大なリスクによる投資対象としての魅力の減少による価値の低下という損失が指摘されている。すなわち既存株主は高い評価による株式売却の機会を喪失する。したがって株主割当であることから直ちに、既存株主に損害が発生しないとは限らない。

- (11) 東京高決平成一七年六月一日金融・商事判例一二一九号一二頁以下。以下「本件要項の概要」という。
- (12) 東京高決平成一七年六月一日金融・商事判例一二一九号一三頁以下。以下「ガイドライン」という。
- (13) 東京高決平成一七年六月一日金融・商事判例一二一九号一四頁。
- (14) 金融・商事判例一二一八号一五頁。
- (15) ポイズン・ピルが導入された当時の取締役とその後継者以外の取締役は、ポイズン・ピルを消却することができないと

する条項である。企業価値報告書五〇頁、矢崎・前掲註(2)八三頁以下など参照。東京証券取引所は、上場廃止基準を定めており、その一つに株主の権利の不当な制限を挙げている。これは株主の権利内容及びその行使が不当に制限されているとして施行規則で定める場合である(有価証券上場規程六〇一条一項一七号)。同条項号に規定する施行規則で定める場合とは、上場会社が次の各号のいずれかに掲げる行為を行っているときと取引所が認めた場合その他株主の権利内容及びその行使が不当に制限されているときと取引所が認めた場合をいう、とされており、その一つに、ライツプランのうち、株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止(規程第四四〇条第二号に規定する廃止をいう)又は不発動とすることができないものの導入、いわゆるデッドハンド条項の導入が規定されている(有価証券上場規程施行規則六〇一条一四項二号)。

(16) 金融・商事判例一二一八号一六頁。

(17) 旧商法の解釈として、有力説は、自由譲渡性につき株式の種類による譲渡制限の有無を別にすることはできないと解するのに対して、これを有効と解する見解もあった(鈴木竹雄「竹内昭夫『会社法』(第三版)一四八頁以下(一九九四年)」。第七回国会衆議院法務委員会議録第三号一頁以下、特に二頁および四頁(昭和二五年一月二四日)。西原寛一「大隅健一郎」鈴木竹雄「石井照久」大森忠夫『改正株式会社法の問題点』二頁以下(一九五五年)。

(19) 大森忠夫『注釈会社法(5)新株の発行』二九頁以下(二八〇条ノ二)(大森忠夫「矢沢惇編集代表」(一九七四年)、中西正明『注釈会社法(2)株式会社の設立』七〇頁以下(二六六条)(大森忠夫「矢沢惇編集代表」(一九七三年)など参照)。

(20) 八木弘「株主平等の原則と固有権」田中耕太郎編『株式会社法講座第2巻』四三三頁以下(一九五六年)。

(21) 同年商法改正により、新株引受権に関する事項が定款の絶対的記載事項から削除された。

(22) 拙稿「著しく不公正な方法による募集株式の発行——クオオンツ新株発行差止仮処分申立事件——」社会科学雑誌三巻一一七頁以下(二〇一一年)、拙稿・前掲註(2)四五頁以下。

三 買収防衛策のあり方

1 概説

募集株式または新株予約権の発行に際して、既存株主の保護は前述のような規制になっている。不適法な発行があれば、その発行は差し止めることができる（会社法二二〇条・二四七条）。旧商法のもとでも同様であり、会社が法令・定款に違反しまたは著しく不公正な方法で新株予約権の発行をする場合には、その発行を差し止めることができる（旧商法二八〇条ノ三九第四項・二八〇条ノ一〇）。その判断基準が主要目的ルールである。また取締役会は、企業価値の最大化のために全株主の利益を考え、会社の経営支配権維持のために大量の株式を第三者に割り当てることのできる場合がある。本件の場合には、無償とする株主割当であり行使価格が一円である。新株予約権を行使しないのであればそれに関して株式が発行されることはない。また権利を行使するか否かは、権利者の任意であるが、一円の行使価額で新たに一株を取得できるのであるから、通常、ほぼすべての新株予約権が行使されると考えるのが妥当である。

ポイズン・ピルの導入は、敵対的買収者の出現に備えて平時に行うものであるが、敵対的買収者の出現の際、その者の持株比率の低下を企図して新株予約権を発行する。特定の株主の持株比率の低下を目的とし、敵対的買収を頓挫させることを計画して事前に発行される。原則として、株主割当でないかぎり、発行価額や行使価額の定め次第で既存株主の保護の観点から株主総会決議が必要になる。また企業価値や株主の共同利益を保護するため差別的行使条件で発行される場合には、企業価値の判断に際して株主総会の決議が必要になるということができない。ポイズン・ピルの導入に際しては、当然そうした判断を確認するための手続きが必要になるのではなからうか。⁽²³⁾

さらに本件の場合には、株主割当ではあるが、買収と無関係な株主に生ずる損害が指摘されている。たしかに権利

落ち日以降にYの株式を任意に取得する場合には、平成二〇年六月一六日までの間に本件新株予約権が償却されず、新株予約権が行使され新株が発行された場合には、当該株主となった者は、買収者である場合もない場合も一律にY株式の持株比率が三分の一程度に希釈化される。そして新株予約権の行使の条件を充足する事態が到来するか否か、到来するとしていつになるかということは予測不可能である。このような不安定要因を有するY会社株式は投資対象として魅力を欠くものといわざるを得ない。そのことはY会社株式の株価に値下がりの影響を及ぼすことも予測される。また本件新株予約権の譲渡が禁止されているため、また新株予約権は株式の譲渡に伴いしないから、既存株主は、新株予約権が行使されて新株が発行されない限り、本件新株予約権により二分された株主価値のうち、新株予約権に内在する価値部分について、資本回収の手段が制限されることになっている。⁽²⁴⁾これらの不利益は、既存株主が受任すべき損害ではないということになる。

2 企業価値・株主共同の利益

(1) 株主総会決議による募集事項の決定

二〇〇四年に経済産業政策局長の私的研究会として「企業価値研究会」が設置された。以来、敵対的買収に関する公正なルールの形成が進められてきた。二〇〇五年五月二七日には、企業価値研究会が「企業価値報告書」公正な企業社会のルール形成に向けた提案」(以下「企業価値報告書」という。)を公表した。さらに同日、経済産業省・法務省が、企業価値報告書および判例や学説を踏まえ、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下「指針」という。)を策定・公表している。⁽²⁵⁾企業価値研究会は、実質的な強制力に關して、企業価値報告書の趣旨を具体化した、「企業価値指針」を行政が明確に定めるべきことを求めたいとする。⁽²⁶⁾指針は、平時導入・有事発動型防衛策の考え方を明らかにしている。⁽²⁷⁾新株予約権等の募集事項の決定に際して株

主総会決議が必要になるのは、非公開会社の場合と株主以外の者に対して特に有利な条件で発行する場合である（会社法一九九条一項二項三項・二〇〇条一項・二〇一条一項・二三八条一項二項三項・二三九条一項・二四〇条一項）。したがって会社法では、これ以外に新株予約権等を発行するについては、取締役会決議でできるわけである。これらの場合に、著しく不公正な発行であればその発行が差し止められる。基本的には、主要目的ルールによる。指針では、取締役会決議で新株予約権等を発行する場合に関して、次のように新株予約権等の発行差止めを回避するための方策の輪郭を明らかにしている。⁽²⁸⁾ すなわち買収防衛策としての新株予約権等の発行の差止めの可否は、「立法趣旨や判例等を踏まえて、その内容を明確化すれば、①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性確保の原則に合致するかどうか判断基準となろう。」とする。

それゆえ指針では、まず「株主総会で募集事項が決定される場合には、通常、①株主共同の利益を確保し、向上させるものであることが推認され、②株主の意思に依拠し、かつ、③取締役会の権限濫用のおそれのない必要かつ相当な方法によるものと推認されると考えられるので、指針の示す三原則に合致し、公正な発行とされる可能性が高い。」とする。⁽²⁹⁾ すなわち指針では、企業価値が株主共同の利益につながるものであると考えており、買収防衛策を考えるうえで、企業価値を確保することが、防衛策が正当なものと判断される一つの要件になると解されている。そうであるならば企業価値が最もよく反映される株主の全体からなる株主総会の決議によりポイズン・ピルを導入することが、差止めのリスクを回避することができる最善の方法であるということができると考えられる。したがって株主総会決議で募集事項を決議する場合は、自ずとその発行が差し止められるリスクは少ないといえることができる。

（２）買収防衛策と株主共同の利益

基本的に、買収防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益の向上を目的として考えるべきである。⁽³¹⁾ そして

敵対的買収には、積極的效果がある場合、すなわちそのことにより株主共同の利益が向上することもある。敵対的買収は、通常標的会社の株式を取得し議決権を行使することにより実現されることになるから、敵対企業が現に取得した株式比率が低い場合でも、株主共同利益の将来的評価は敵対的企業による買収が仮に成功したときのほうが優越していると解せられることがある。もちろん買収防衛策のあるべき目的に反して、被買収者の取締役が保身のために買収防衛策を利用することがあつてはならない。しかし株主の中には企業者的に会社経営に積極的に参与することを目的として資本参加している株主もいれば、そうではなく単に剰余金の配当を目的として資本参加するにとどまる株主もいることである。まさに買収防衛策の在り方が指摘するように、株式の持合いなど株主構成の体制を整えておきさえすれば、敵対的買収のさい株主総会決議によつて敵対的買収を排斥することができ、株主共同の利益を確保できるというふうには、実質的には、被買収者の取締役が保身のためにする買収防衛策を正当化することになりかねないことが懸念される。実際に買収防衛策を発動すべきか否かという判断、当該敵対的買収が株主共同の利益に資するか否か等を判断するには、会社が営業とする業務内容、営業用財産、これらを取り巻く種々の状況等を総合的に判断することが必要になると解せられるが、はたして多くの場合その専門性に精通し十分に企業価値を高めるための判断ができる株主が存在するのかということが問題である。

このような判断は、買収防衛策の発動時において問題になるのは当然のこととして、しかも発動の時点においては買収を成功させることがむしろ企業価値を高めひいては株主共同の利益になることがあることも否定できないから、買収者の具体的提案等がどのようなものかを精査した上で判断すべきことが要求される。これに対して、買収防衛策の導入時においても同様の問題が生ずる。企業買収が未だ顕在化していない段階において導入する手段の適法性が問題となる。ここでも株主共同の利益が問題となる。

そもそも商法制定当初において、所有者である株主が会社経営に関与することが予定されていたのに対し、経営に関するノウハウ等専門性ゆえに、広く人材を確保すべきことから取締役は必ずしも株主でなくてもよくなったという改正の経緯がある。買収防衛策の発動に際して、あるいは買収防衛策の導入に際して、その差止めが問題になったとき、企業価値・株主共同の利益を基準として、これらが適法なものとなるように、株主総会または取締役会いずれにおいて決議するにせよ、結果が株主共同の利益に反することのないように、支配権維持を目的とするような恣意的な買収防衛策の発動または導入にならないような仕組みが必要である。株主総会で決議する場合には、株主が判断を誤ることがないように取締役はその説明責任を果たすことが重要である。(33)十分にその責任を果たすために、あるいは取締役会決議する場合において、取締役の資格にその担保を求めるのであれば、社外取締役なしの独立取締役の導入とともにその要件が重要な課題になるであろうし、あるいは、現経営陣からの独立性を確保された第三者委員会等による判断を参考にする仕組みが重要である。(34)社外者による判断は公正であるかもしれないが、社外性ゆえに真に会社の価値を視点に判断がなされるかということが懸念される。(35)

いずれにせよ企業価値という判断の下に、会社買収を肯定することはきわめて慎重になすべきである。買収防衛策の発動または導入に際しては、取締役会が企業価値を高め株主共同の利益の実現に向けて機動的に行動する基準が重要であり、そうすることによって株主は適切に株主共同の利益を高めることができ、株主総会決議が単に形式的な手続きにとどまることなく、企業価値の増大につながると考えられる。このように理論的構造を考慮するならば、取締役会決議による買収防衛策の導入も適法なものとしてなしうる場合がある。(36)

3 本件における裁判所の判断

原決定では、ニッポン放送事件において確立された、主要目的ルールと買収防衛策を正当化する特段の事情から

成る基準をさらに一歩め、権限分配秩序の系としての判断枠組みとしている。原則として、取締役は、自らを選任する株主の構成を変更する権限を有さないが、取締役会は、前述のような三要件のもとで、事前の対抗策としての新株予約権の発行ができるとする。本件において、裁判所は、そこまで踏み込んだ判断はしていないが、本件プランの問題点を指摘するにあたり、取締役は会社の所有者であり株主と信任関係があるから、上記権限²⁷の行使に当たっても、株主にいわれのない不利益を与えないようにすべき義務を負うと解されるとする。

すなわち新株予約権の発行権限は、そもそも取締役会にあるのだから、取締役会決議による新株予約権の発行が否定されるのであればそれは何かということである。結局、権限分配秩序説によるものではないが、取締役と株主との信任関係に基づき、取締役は、株主に損害を与えるようなことをしてはならないという行為準則を見出すことができる。そのうえで、裁判所は、本件新株予約権の発行は、権利落ち日以降のY会社株式取得者の危険から投機対象としての魅力に欠けることから、既存株主が株価低下の危険と長期にわたってキャピタルゲインを獲得する機会を喪失するという危険を負担するとしている。また本件新株予約権の発行によって、将来出現する可能性のある買収者をその買収実施前に一時停止させて取締役会との買収条件等につき真摯に交渉することを動機づける効果による株式の買い付け価格の上昇の可能性およびこれと既存株主の被る損害との比較考量に関する資料もないことなどを認定している。以上のような事実を基礎として、本件新株予約権の発行による既存株主の受忍すべき損害の有無を判断している。

そこで本件プランの問題点から視点を転じて、仮に株主総会決議があれば、新株予約権の発行により既存株主がその被る不利益を受忍すべき根拠となしうるかということは一つの検討課題である。その意味で原決定および異議審決定における説示を理解することができる。これに関しては、すでに旧商法および会社法が、既存株主に不利益

が発生するにもかかわらず、一定の場合に株主総会決議により新株予約権を発行することができるとしている（旧商法二八〇条ノ二一、会社法二四〇条一項・二三八条二項三項）ことから当然の発想であろう。権限分配秩序を根拠としても、このような法制度の趣旨に徴し同じ結論に至ると考えられる。⁽³⁸⁾ しかし授權資本制度のもとでは、取締役会決議による募集株式の発行等が認められている。また旧商法および会社法が、取締役会設置会社において、新株予約権の発行権限を取締役会の権限としているかぎり、次のように新株予約権発行の差止事由という方向で対応するのが適當であろう（旧商法二八〇条ノ一九以下・二八〇条ノ一〇・二八〇条ノ三九第四項、会社法二三六条以下・二四七条・二七七条以下）。

4 不正発行に関する私見

（1）著しく不正な方法による発行

結論的には、前述のように平時においても主要目的の適用を考えることができるかと解する。その理論的根拠としては、基本的に権限分配秩序説のいうところが妥当し、取締役会は、原則として自らを選任する株主の構成を変更する権限はないからである。たしかに平時においては、会社経営支配権に関して現に争いがあるという状態は存在せず潜在的なものであり、特定の第三者の持株比率を低下させることについても第三者は仮想的である。またニッポン放送事件において株主共同利益の観点から、裁判所が摘示した特段の事情も現実には存在しない。しかし第三者の現実の損害につながる争いが顕著でないことから、差止事由となるような著しい不正な発行方法ということができないわけではない。会社買収を企図する特定の第三者が出現したときに、新株予約権を行使することによりその持株比率を一挙に低下させることが、新株予約権発行の目的であるならば、その想定する状況は主要目的のルールが要件とするものである。⁽⁴⁰⁾ 本件新株予約権は、まさにこのような目的で発行されたものである。⁽⁴¹⁾ そしてこの

場合に既存株主の被る損害は、本件決定要旨にあるように明らかである。

ところで買収防衛策として行われる新株予約権の発行にさいして差別的行使条件を付けることが株主平等原則に反するのではないかということが問題になることがある。会社法一〇九条一項は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない、と規定している。しかし新株予約権を行使する権利は株主としての権利の内容ではないから、行使条件として買収者以外の株主であることという条件を付けることは、株主平等原則に反しないとする考え方が⁽¹²⁾ある。他方、株主平等原則に反するという考え方も⁽¹³⁾ある。株主平等原則に反すると考える場合には、差別的行使条件を付けた新株予約権の発行は、法令違反として差し止めることができる（会社法二四七条一号）。

本件新株予約権は、その行使につき、新株予約権の割当を受けた者が、その割当てを受けた新株予約権についてのみ行うことができるとするものであり、譲渡制限が付されている。本件新株予約権が行使されたときは、特定株式保有者を含む権利落ち日以降の株式取得者、いわゆる敵対的買収者等の持株比率が一举に三分の一に希釈化されることになる。平時において基準日の株主に新株予約権を無償交付するものであるが、行使条件に差別的条項が付されているわけではない。その限りで株主平等原則違反により法令違反として差し止めが問題になるおそれはないが、本件のように新株予約権の発行により既存株主が不利益を被り、著しく不公正な方法によるのであれば、差し止められることになるのは当然のことである（会社法二四七条二号）。

（２）裁判所の役割

原決定は、前述のように、取締役会決議により適法に買収防衛策を導入することができるとする基準として三個の要件を示している。また原決定は、会社の権限分配秩序は株主の意思に基づくものでなければならないというこ

とであるが、主要目的ルールを前提として、会社の支配権に關して現に争いがある場合には、緊急避難的に、支配権を争う特定の株主の持株比率の低下を企図して、取締役会決議によつて大量に募集株式・新株予約権を発行することが許容されることがあるとし、逆に、会社の支配権に關して現に争いがない場合には、取締役会において一種の緊急避難的行為として相当な対抗手段を採るべき必要性は認められないとする。それゆえ本件のような事前の対抗策としての新株予約権の発行は、原則として、株主総会決議によるべきであると説示する。

主要目的ルールによると、会社支配権に現に争いがある場合において、主要な目的が特定の第三者の持株比率を低下させることを主要な目的とするにかかわらず、当該募集株式等の発行を差し止めることができないことがある。これは明らかに権限分配秩序からする例外である。ニッポン放送事件では、企業価値という概念がクローズアップされ、これを判断基準に加え株主全体の利益保護の観点から、新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、会社の経営支配権の維持を主要な目的とする発行もまた不正な発行ではないとしている。この基準をクリアすれば、会社の支配権が移動することになる。会社には、出資した株主がおり、また会社債権者等多数の利害関係者がいる。企業価値の判断において不利であれば、買取防衛策としての募集株式等の発行が差し止められ会社支配権が移動することが肯定されることにはわかには賛成できず躊躇せざるを得ない。この点に關して、支配権争奪のある場合であっても、取締役は経営判断により第三者割当増資をなしうるとする見解には、結論的に共鳴する部分がある。⁽⁴⁾

主要目的ルールにより、権限分配秩序の例外として、会社防衛のために緊急の措置をとる必要があることを根拠に、取締役会が募集株式等の発行権限を行使できることを許容することは、以上のような文脈で現経営者に付与された権限であると解せられる。法律は、公開会社について、取締役会が新株予約権の発行に關する募集事項を決定

することとしている。資本多数決により取締役会にその権限を付与したものである。取締役会の発行権限が法定され、主要目的ルールが当該新株予約権の発行を差止めうるか否かの基準になる。もちろん権限分配秩序から、株主総会決議があれば、不正発行にはならない⁽⁴⁵⁾というのを妨げるわけではない。たしかに企業価値・株主共同の利益の向上は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら達成されるべきものである⁽⁴⁶⁾。また買収防衛策は、平時において導入する場合のように緊急を要しないこともある。当然、有事であることもある。いずれにせよ、判断すべき要素が多岐にわたる上、数値的に判定することが困難なものであり、時間的な変遷も考慮しなければならぬ。これらは実際の運用の段階で妥当な結論を導くべきことである。

(23) 拙稿・前掲註(22) 社会科学雑誌五卷四八頁以下。

(24) 金融・商事判例二二八号一八頁、同一二一九号二七頁・一七頁。

(25) <http://www.moj.go.jp/MINJI/minjig7.html> 法務省は、適法性かつ合理性の高い買収防衛策のあり方について提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、企業買収及び企業社会の公正なルールの形成を促すためとし、さらに指針には法的な拘束力はありませんが、経済産業省及び法務省としては、この指針が関係者によって尊重されることにより、日本の企業社会の行動規範となることを期待している旨発表している。

公正なM&Aに関するルールの形成に関する企業価値研究会における取り組みについて、経済産業省のホームページ参照。

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html

(26) 企業価値報告書九九頁。

(27) 指針一四頁の図表参照。

(28) 指針九頁以下。なお日置純子「日本のM&A市場における公正なルール形成を目指して―企業価値報告書および買収防衛策に関する指針の解説(特集Ⅱ大買収時代の企業価値防衛戦略)」金融法務事情一七四四号九頁以下(二〇〇五年)参照。

- (29) 指針八頁以下。
- (30) 指針一頁前文。
- (31) 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(平成二〇年六月三〇日公表)(以下、「買収防衛策の在り方」という。)参照。
- (32) 買収防衛策の在り方四頁。
- (33) 買収防衛策の在り方六頁。
- (34) 買収防衛策の在り方六頁、吉川満・金本悠希「平成18年株主総会シーズンまでに導入されたボイズンピルの動向」企業会計五八巻一〇号二八頁以下(二〇〇六年)。
- (35) 荒蒔康一郎Ⅱ岩倉正和Ⅱ大森泰人Ⅱ新原浩朗Ⅱ大桶泰治「パネル討論買収防衛策とコーポレート・ガバナンス」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『ガバナンスの新たなうねり』ボイズン・ピルから独立取締役へ」三七頁、四四頁(二〇〇九年)。
- (36) 株式会社レコフデータ「事前警告型の分析」前掲註(4)三七頁参照。
- (37) 取締役会は、株主割当ての方法で新株予約権を発行し(商法二八〇条ノ二第二項一二号)、また、新株予約権に譲渡制限を付する(同条同項八号)権限を有していること、新株予約権の権利内容、利用方法等について、決定理由中において前述している(金融・商事判例二一九号一六頁)。
- (38) 拙稿・前掲註(2)四七頁。前述、三二(1)参照。
- (39) 藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討(下)」商事法務一七四六号八頁(二〇〇五年)、宮廻・前掲註(2)一〇一頁など参照。
- (40) 松井秀征『逐条解説会社法第3巻 株式・2新株予約権』三〇八頁以下(二四七条)(二〇〇九年)、洲崎博史『6会社法コンメンタール新株予約権』一〇七頁(二四七条)(同年)など参照。
- (41) 金融商事判例二一九号一六頁、二六頁、一二一八号一四頁。
- (42) 指針Ⅳ3注4①。差別的な新株予約権の行使条件(旧商法二八〇条ノ二第六号、会社法二三六条一項・九一条三項一二号ハ)が合理的なものであれば、適法であるとする見解として、武井一浩Ⅱ太田洋Ⅱ中山龍太郎編著『企業買収防衛

戦略』二三八頁以下（二〇〇五年）。原決定理由（金融・商事判例一二二八号一四頁、金融・商事判例一二一九号二六頁）。最決平成一九年八月七日民集六一卷五号二二三頁。

(43) 吉本健一「ボイズンピル」阪大法学五五卷三・四号七二三頁（二〇〇五年）、田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛策に関する裁判経過と意義——』六頁（二〇〇七年）、森本滋「株主平等原則の理念的意義と現実的機能」民商法雑誌一四一卷三号三一四頁（二〇〇九年）。

(44) 森田章「第三者割当増資と経営判断」商事法務一一九八号五頁（一九八九年）、拙稿・前掲註（2）四七頁。

(45) 洲崎・前掲註（40）一一二頁。

(46) 指針三頁以下。